

# 会计信息披露和我国股票市场

## 半强式有效性的实证分析

○沈艺峰

“公开”原则是股票市场公认的三大原则之一,它要求上市公司必须履行信息充分披露的义务。其中:会计信息是上市公司必须披露的主要信息。根据我国1993年6月10日颁布的《公开发行股票公司信息披露实施细则》(以下简称《实施细则》)的要求:上市公司必须揭示的会计信息包括:①招股说明书;②上市公告书;③定期报告,包括年度报告和中期报告;④临时报告,指重大事件公告和收购与合并公告。如何衡量会计信息已经在股票市场上得到充分披露?美国著名财务学家尤金·法玛(EUGENE FAMA)提出一个很有名的理论,即市场有效性假设(MARKET EFFICIENT HYPOTHESIS)<sup>1</sup>。他认为:所有影响股票行情变动的信息,依据其公开程度可以分为三类:第一类指有关股票行情变动的历史性信息,例如过去数年内股价变动的资料;第二类指有关股票行情变动的公开信息。这些公开的信息既有股票价格变动的历史性资料,还包括公众从其它公开渠道如报纸、杂志和其它传媒所获得的信息;第三类指有关股票行情的所有信息。它既包括前两种信息,还包括投资者私下得到的内部消息及各种传闻。从我国《实施细则》所要求披露的会计信息内容来看,实际上是要求上市公司公开第二类信息。法玛指出:所有公开信息

都应当充分揭示并传递给每一个投资者,投资者从而根据他们所掌握的这些信息来决定他们的买卖行为。这些行为会由此引起股票价格的上涨或下跌,亦即利好消息会促使股票价格迅速上升,利空消息会造成股票价格的即时下跌。就整个股票市场而言,由于所有的投资者都能得到相同的公开信息,并能迅速对此作出反应,因此没有哪一个投资者可以单凭利用这些相同的信息来获取比其它投资者多的超常利润。为此,股票市场可以达到一个被法玛称为“半强式有效性”(SEMISTRONG FORM EFFICIENCY)的市场。根据法玛的定义,所谓“半强式有效性”市场是指股票价格的变化是否充分反应了投资者所能得到的有关股市行情变化的公开信息,主要也包括会计信息。如果股票价格充分反应了投资者所能得到的有关股市行情变化的公开信息,股票市场就具有半强式有效性,如果股票价格没有充分反应投资者所能得到的有关股市行情变化的公开信息,股票市场就不具有半强式有效性。

何以判断股票市场是否具有半强式有效性,西方学术界许多学者提出多种检验方法,其中最为著名的是由法玛—费雪—杰生—罗尔—(FAMA—FISHER—JENSEN—ROLL)共同提出的“事件研究”(EVENT STUDY)方法<sup>2</sup>。该方法以影响股票市场某

种股票价格的某一特殊事件为中心,通过研究围绕这一事件前后该种股票价格的变化情况来检验股票市场是否具有半强式有效性。所选定的特殊事件可以是公司年终报表或分红方案的公布,或者是临时报告的发布,或者是其它重要事件。假设是处在一个半强式有效的市场上,有关这一事件的所有公开信息会充分揭示并传达给每一个投资者,如果投资者认为该事件属利好消息,则在事件发生前一段时间内,投资者对包含利好消息的股票的需求会增加,推动股票价格不断上升,超出市场表现,投资者所能得到的累计平均超常利润会不断增加;而在事件发生后一段时间内,该种股票价格趋于正常,投资者所能获得的累计平均超常利润应趋向于零。霍思(MICHAEL FIRTH)<sup>3</sup>沿用法玛—费雪—杰生—罗尔的检验方法,详细研究在控股事件发生时英国股票市场的半强式有效性问题。根据英国《伦敦城收购与兼并守则》规定,任何人在持有上市公司15%以上的股票总额时,必须在事件发生的第二天将事实报告给该上市公司和所上市的交易所。由于大量购入某个公司的股票往往可能导致收购与兼并,所以一般被投资者视为是个利好消息。投资者在事先获知这一消息时,即买入该种股票,便可以获得高于市场表现的超常利润。霍思的实证结果表明在控股事件公告前的三十天内,有关控股事件的信息通常已经充分、及时和有效地传达给市场上的所有投资者。从整体来看,全部投资者从被控股公司的股票交易中得到的累计平均超常利润在不断增加,在事件公告日,累计超常利润达到最大,而在事件公告日之后的三十天内,市场趋于正常,累计超常利润逐步减少。霍思的实证检验结果证明了英国股票市场是一个半强式有效的市场<sup>4</sup>。

## 二

最近十年来,我国股票市场规模化有了很大的发展,但在信息披露方面,则无论从广度上还是深度上来讲,还是处于起始阶段,存

在许多亟待解决的问题。而信息披露做为公开原则的具体体现,是衡量一国股票市场成熟程度的标志之一。这一问题涉及到投资公众的利益保障、市场秩序的合理维护和上市公司的行为规范等等诸多问题。因此,从理论研究的高度上看,我国股票市场的有效性问题的,特别是涉及到公开信息披露的半强式有效性假设,这一通常只有在相当成熟的市场环境中才进行的理论研究课题,已经超前地被提到我国学术界的研究日程上来。

为了研究我国股票市场的有效性问题的,笔者根据目前我国股票市场所能提供的有关资料和数据,遵循法玛的理论思路,参考霍思的实证方法,以“宝延事件”和“万申事件”这两大事件为中心,着重检验我国股票市场的半强式有效性假设。所谓“宝延事件”和“万申事件”分别是指:①1993年10月1日,深圳宝安(集团)上海公司向中国证监会、延中实业股份有限公司及其上市的上海证券交易所报告,并在中国证监会指定的传媒之一:《上海证券报》公告已持有延中公司发行在外的普通股百分之五以上的股份,即著名的“宝延事件”;②1993年11月11日,万科企业股份有限公司向中国证监会、中华实业股份有限公司及其上市的上海证券交易所报告,并在中国证监会指定的传媒之一:《上海证券报》公告已持有延中公司发行在外的普通股百分之五以上的股份,即所谓的“万申事件”。根据我国《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《暂行条例》)第四十七条规定:“任何法人直接或间接持有一个上市公司发行在外的普通股达到百分之五时,应当自该事实发生日起三个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告”。另据《实施细则》第五章第二十条的规定:“法人发生《暂行条例》所列的持股情况时,应当按照证监会制定的准则规定的内容和格式将有关情况刊登在至少一种证监会指定的全国性报刊上”。因此,控股事件作为一种重大事件,属于中国证监会指定必须公开披露的会计信息之一。

根据法玛的半强式有效性假设,这一信息应当充分反映在股票价格上。为此,我们分别收集了1993年9月8日至1993年11月4日之间延中股票的交易价格(包括最高价和最低价)和1993年10月14日至1993年12月9日申华股票的交易价格(包括最高价和最低价),以及相应期间的上海证券交易所综合指数。择取的股票样本均满足样本数据时间连续性的要求。根据上述数据,笔者进行如下调整:

(1)平均价格:股票(或综合指数)的平均价格=(最高价+最低价)/2

(2)实际平均收益率:在选定期间内,股票(综合指数)的实际平均收益率( $R_{jt}$ ),以下列公式计算出:

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} + D_j - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}}$$

其中: $P_{jt}$ =j种股票或综合指数在t日的平均价格

$P_{j,t-1}$ =j种股票或综合指数在t-1日的平均价格

$D_j$ =j种股票在选定期间内每股分红派息

因为在选定的样本期间内,延中公司和申华公司都没有分红派息,所以 $D_j$ 可以假设为零。

(3)预期平均收益率:依据西方资本市场理论中的单一指数模型(SINGLE INDEX MODEL),选定同一期间的上证综合指数作为市场给合(MARKET PORTFOLIO),则股票的预期平均收益率( $\bar{R}_{jt}$ )以下列模型求出:

$$\bar{R}_{jt} = a_{jt} + b_{jt} \times \bar{R}_{mt}$$

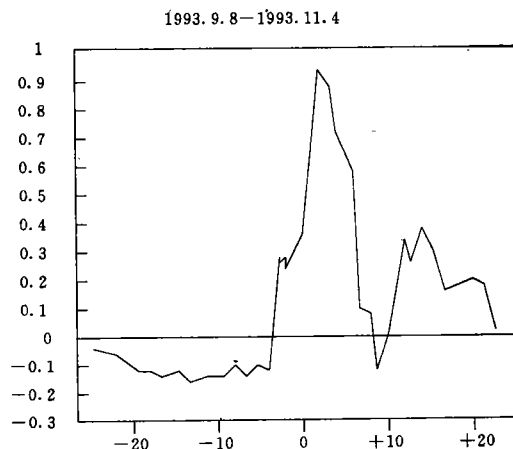
其中: $\bar{R}_{mt}$ =上证综合指数在t日的实际平均收益率

$a_{jt}$ 和 $b_{jt}$ =各参数项

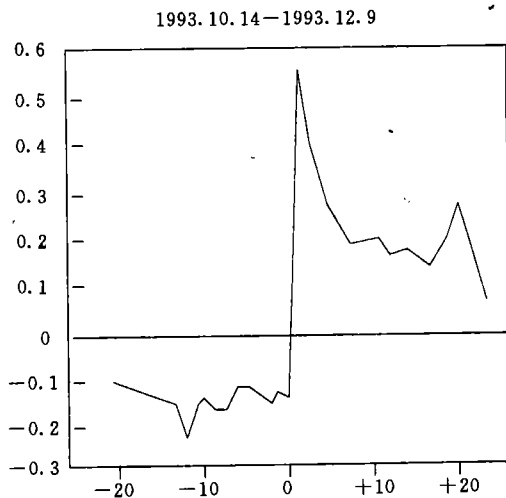
(4)超常利润(以平均收益率表示)= $R_{jt} - \bar{R}_{jt}$

(5)累积超常利润(以平均收益率表示)= $\sum (R_{jt} - \bar{R}_{jt})$

对上述样本数据和模型的检验结果集中体现在图一与图二。



图一 宝延事件的实证检验结果



图二 万申事件的实证检验结果

总体来看,无论是在“宝延事件”或“万申事件”中,在实际控股事件发生后和根据《暂行条例》规定的公告日之前的这一段时间内,有关控股事件的信息并没有为所有的投资者所获知,表现在延中股票和申华股票的任何实际价格与预期价格之间的差异,即超常平均利润为负数,说明在事件发生前30个交易日内,没有获取消息的投资者对包含有利好消息股票的需求没有相应增加,从而无法推动该股票的表现明显好于整个市场的表现。必须强调的是,我国市场半强式有效性的实

证分析着重在于检验理应披露给所有投资者的信息是否充分、及时和有效地传达给全部的投资者,并不排除个别投资者通过私下渠道,利用事先获知的有关“控股”题材的内幕消息后,先行低价购入延中和中华股票以牟取超常利润(农行襄樊上证即为一例)。事实上,在九月初,已经有“南方客要收购延中”的传言在极少数内幕交易者中私下流传。但这种应该充分地披露的信息却没有及时、有效地传达给全部的投资者<sup>5</sup>。这也从反面证明我国股票市场的非有效性。整个实证检验结果表明现阶段我国股票市场不具有半强式有效性。

### 三

虽然造成我国证券市场不具有半强式有效性的原因是多方面的,但笔者认为其中最主要的是会计信息披露的不充分。具体表现在:第一,上市公司会计信息披露内容的不规范。证监会虽在1993年6月颁布了《公开发行股票公司信息披露实施细则》中,对公司收购的信息披露有所规定,但它并没有解决其中许多可操作性的问题,譬如,大股东应披露的会计信息必须包含那些具体内容(是否应公布收购所动用的资金,收购意向和意义等);公众吸收、消化信息的时间段;“一致行动人”的报告义务;对公开披露信息的虚假性、严重误导性或重大遗漏方面,以及对会计师事务所、律师事务所和资产评估事务所等专业性中介机构所出具的公开披露文件的真实性、准确性和完整性方面都没有明确的界定。第二,会计制度的差异。由于历史原因,我国会计制度和国际通行的会计制度无论在公开揭示、财务状况变动,还是在合并报表的处理方面,都存在相当大的差别。各股份公司之间对同一问题的处理也往往不尽一致。例如,同一行业的上市公司在招股说明书、年度报表的内容、程序、格式、时间和编制方法上往往相差甚远。虽然我国1993年7月1日开

始施行新财务会计制度,但因缺乏一大批具备法律、金融和会计等方面知识的人才,对上市公司公布的各类会计报表的内容和对新会计制度的执行质量也没有办法进行严格的监督管理。因此造成许多上市公司的信息披露流于形式,对一些重要信息有意识地不提供或少提供,信息的真实性和完整性不够。第三,信息披露制度不统一,缺乏一个由各地权威性的新闻媒体组成的多层次、多渠道和多种形式的双向信息传播网。目前的会计信息披露制度,财政部有《企业财务通则》、《企业会计准则》和《会计法》、体改委有《股份制试点企业会计制度》、证监会有《暂行条例》和《实施细则》,各地区还有地区的财务会计规定。政出多门,对特定事件的报道往往前后不相协调,自相矛盾。对新闻媒介不负责任的信息报道也缺乏严格的监管措施。

#### 注释:

1. Fama, Eugene. "The Behaviour of Stock Market Prices," *Journal of Business*, 38 (Jan. 1965), pp. 34-105.

———. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, XXV, No. 2 (March 1970), pp. 383-417

2. Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., and Roll, R. "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, 10, No. 1 (Feb. 1969), pp. 1-21.

3. Firth, Michael. "The Information Content of Large Investment Holdings," *Journal of Finance*, XXX, No. 5 (Dec. 1975), pp. 1265-1281.

4. 转引自: Elton, Edwin J., Gruber, Martin J. "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis," John Wiley & Sons, 1987, pp. 385.

5. 对于“事先披露就不可能收购成了”之类的问题,证监会首席律师高西庆有如下解释:“我们只能回答说,现行的法规就是想要限制那些利用自己各方面的优势,诱使广大中小投资者以低价将股票卖给自己的人,可以设想,等到大多数投资者都具备相当的经验,或变成机构投资人的时候,我们就可以将现有《条例》(指《暂行条例》)中的若干限制性规定,特别是‘慢走’规定取消了。”

(作者单位:厦门大学经济学院)